



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

פעולת דירוג | מרץ 2011

1

מחבר:

פבל יופה, ראש צוות
pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	אג"ח סדרה ג'
------------------	----	--------------

מידרוג מדרגת בדירוג של A3 הרחבת אג"ח סדרה ג', שבכונת אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("החברה" או "IGLD") לבצע, בהיקף של עד 130 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש, בשלב זה, להגדלת יתרות הנזילות של החברה.

להלן פירוט סדרת אגרות החוב המדורגות ע"י מידרוג ערב ההרחבה:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ערך נקוב מ' ש"ח	ריבית נקובה	הצמדה	פירעון קרן
ב'	1107341	10/2007 הרחבה ב 12.09	528.7	5.00%	מדד	2010-2015
ג'	1120880	ספטמבר 2010	318.7	4.45%	מדד	2016-2019

המתודולוגיה, אשר מידרוג עושה בה שימוש בדירוג של IGLD, הינה הסתמכות על הדירוג של נכס הבסיס - אג"ח של בי קומיוניקיישנס בע"מ ("BCOM"), חברה הבת, מוחזקת ע"י החברה ב-76.78% ומדרגת ע"י מידרוג בדירוג A2 אופק יציב. פעילותה היחידה של BCOM הינה החזקה, בשרשור, בגרעין השליטה בחברת בזק. האחזקה במניות BCOM הינה מקור עיקרי לשירות החוב, הן בדרך של דיבידנדים והן בדרך של מימוש מניות. זאת, לצד יתרות הנזילות של החברה.

2

תוכנית חלוקת דיבידנד מואצת של חברת בזק לבעלי מניותיה יוצרת השלכות מנוגדות על הדירוגים של BCOM ו- IGLD. IGLD מחד נשחקת איכות האשראי של בזק¹, מאידך נרשם שיפור בגמישות הפיננסית של BCOM ו- IGLD. מגמות אלו להערכתנו מותירות את דירוג BCOM ו- IGLD ללא שינוי.

שיקולים עיקריים לדירוג כוללים את יחסי הכיסוי באמצעות התזרים השירוי, שצפוי להתקבל מהאחזקה במניות BCOM. להערכת מידרוג, יכולת שירות החוב באמצעות התזרים השירוי אינה בולטת לטובה, זאת נוכח מגבלות החלות על חלוקת דיבידנד בין החברות המפרידות את BCOM מחברת בזק ובהתחשב במבנה לוח סילוקין, בעל מח"מ קצר יחסית. כנגד זה, החברה וחברת BCOM נוהגות להחזיק יתרות נזילות משמעותיות, שאמורות להוות תמיכה נוספת בשירות החוב השוטף.

נוסיף כי שיעור האחזקה של החברה במניות BCOM הינו גבוה (שיעור של 76.78%), באופן אשר אינו מייצר איום על השליטה ב- BCOM בתרחיש של מימוש חלק מהמניות המוחזקות. כמו כן, נציין את יחס המינוף הנמוך בין שווי מניות BCOM, בהן מחזיקה החברה, ליתרת החוב.

¹ למידע נוסף ראה הודעת מידרוג בדבר הכנסת דירוג אג"ח, שהנפיקה בזק, לרשימת מעקב מיום 02.01.11

ניהול עודפי מזומנים באופן שמרני

מאז פרסום הדו"ח הראשוני², החברה פועלת להארכת מח"מ ההתחייבויות והגדלת יתרות הנזילות. עפ"י נתוני החברה, תיק ניירות הערך, עמד במועד הדוח על כ- 256 מיליון ₪. מדיניות ההשקעות הינה שמרנית יחסית, כך שמרכיב האג"ח הקונצרני שאינו מדורג ושיעור המניות לא יעלו על 15% מסך התיק. בפועל, הסתכמה החשיפה לאג"ח לא מדורג ומניות מתחת ל- 5%. ניהול עודפי מזומנים נעשה במסגרת ועדת השקעות ומבוקרת ע"י ועדת הביקורת והמאזן של החברה. החברה עומדת במדיניות ההשקעות.

שיפור ביחסי ה-LTV

על רקע העלייה בשערי מניית בזק נרשם שיפור ביחסי ה-LTV. רמת החוב הכוללת בחברות המחזיקות את בזק עד וכולל החוב של IGLD עומדת על 60% נטו בהנחת שווי שוק נוכחי למניות בזק (63% לפי שווי ממוצע שנה אחרונה למניית בזק) ועל 75% עפ"י שווי מניות בזק הנגזר מעסקת רכישת השליטה בבזק, עסקה שהושלמה בחודש אפריל 2010.

יחסי ה-LTV של IGLD סולו, הנגזרים מהשווי שוק של BCOM והשווי של BCOM בהינתן שווי שוק של מניות בזק, עומדים נכון לאמצע חודש פברואר 2011 על שיעור של כ- 25% בממוצע וזאת, כאמור, לאחר עליית שערי מניות בזק ו-BCOM.

הארכת מח"מ ההתחייבויות תורמת לשיפור הנזילות ולהפחתת עומס הפירעון בשנים הקרובות

היקף התזרים השיורי (דיבידנד שצפוי לעלות מבזק ל- IGLD דרך שרשרת החברות המוחזקות) אינו מכסה את צרכי שירות האג"ח (קרן וריבית) השוטפים בשנים הקרובות, וזאת - נוכח לוח סילוקין בעל מח"מ קצר יחסית. הרחבת הסדרה ג' משפרת, להערכת מידרוג, את יכולת הפירעון של החברה ומגשרת בין השנים הקרובות בהן עיקר התזרים המתקבל מבזק מופנה להפחתת חוב בנקאי לבין השנים בהן דיבידנד העולה מבזק ישמש לפירעון האג"ח.

השפעות מנוגדות לחלוקת דיבידנד חריג מחברת בזק על דירוג חברות האחזקה בבזק

לתוכנית לחלוקת דיבידנד מיוחד בהיקף של 3 מיליארד ₪ מחברת בזק השפעות מנוגדות על הדירוג של BCOM והדירוג של IGLD. מחד, כתוצאה מהחלוקה נוצרת שחיקה מסוימת באיכות האשראי של בזק. מצד שני, הדיבידנד צפוי לאפשר ל- BCOM להאיץ פירעון חוב בנקאי ולהקדים את מועד חלוקת דיבידנד ל- IGLD (לפי הערכת מידרוג משנת 2014 לשנת 2012) ובכך לצמצם את הלחץ התזרימי. נוסף כי יחסי הכיסוי האיתנים, בהם BCOM מתאפיינת, במיוחד לאור הדיבידנד המיוחד שצפוי להתקבל, הינם גורמים בעלי השפעה חיובית משמעותית.

² ביוני 2010, הודיעה מידרוג על מתן דירוג של A3 אופק יציב לאגרות חוב של החברה. הדירוג שיקף השינוי שחל בפרופיל העסקי של החברה בעקבות רכישת גרעין השליטה בחברת בזק ע"י חברות מוחזקות של החברה ותוספת חוב באמצעות הרחבת סדרה ב'. ערב עסקת בזק דירוג אג"ח עמד על A1 אופק יציב.

אופק הדירוג

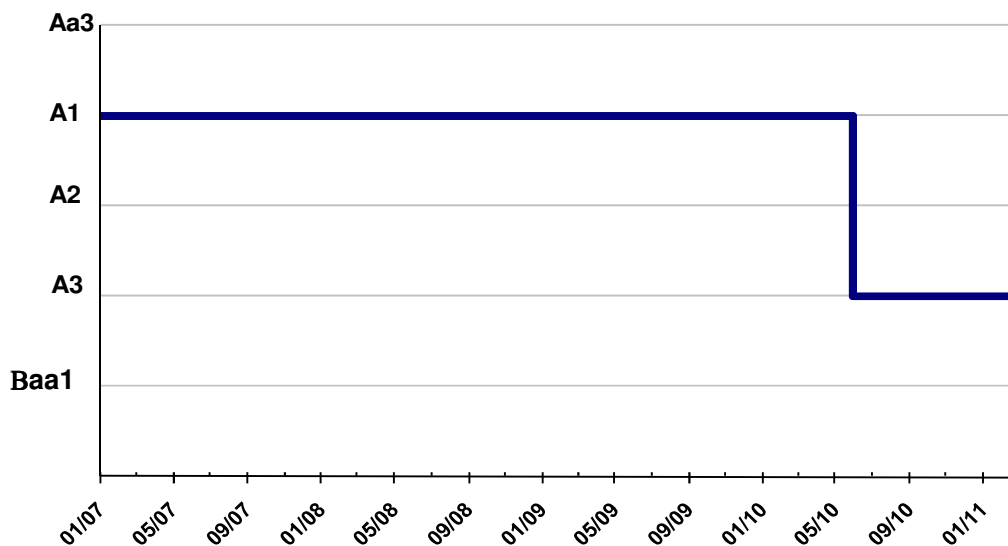
גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי, אשר תשתקף בהיקף מזומנים מספק (יתרה ותזרים צפוי) לשירות ופירעון החוב ללא תלות במימון מחדש.
- עליה בדירוג BCOM

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הורדת דירוג BCOM
- חלוקת דיבידנד ב- IGLD (עשוי להשתנות עם ירידה בעומס הפירעונות)
- כשל אשראי בכל אחת מהרמות במבנה העסקה לרכישת מניות בזק ייחשב כאירוע כשל אשראי של האג"ח.
- הרעה ביחסי הכיסוי התזרימים וביחס ה- LTV
- השקעות נוספות, אם וכאשר תבצע IGLD, שיהיה בהן כדי להגדיל את רמת הסיכון הגלומה באג"ח

גרף היסטורית הדירוג



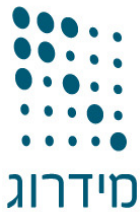
רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב+ סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CFI030211130M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.